

ANALISIS FAKTOR - FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN PERTAMBANGAN DI INDONESIA

Cahyo Kurniawan, Etna Nur Afri Yuyetta¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This research aims to analyze the effect of the variables in predicting the company's capital structure. The variables in this research consist of free cash flow (FCF), tangible assets (TAN), firm size (SIZ), and profitability (PRO). The population of this study was all mining company listed in Indonesia Stock Exchange (ISX) in 2009-2013. Sampling was done by using purposive sampling method and obtain 23 companies with a total of 115 data in this research period. This research used multiple linear regression analysis for testing the influence of independent variables on dependent variable.

Results from this research showed that free cash flow significantly and have an influence on the increase or decrease the company's capital structure. Tangible assets and profitability negative significantly influence to the mining company's capital structure. Firm size did not significantly influence to the mining company's capital structure.

Keywords: capital structure, mining company, financial ratio, pecking order theory

PENDAHULUAN

Struktur modal merupakan kombinasi hutang dan ekuitas yang digunakan untuk mendanai aktivitas perusahaan. Investor dapat mengetahui keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian investasinya ketika investor mengetahui struktur modal perusahaan (Riyanto, 2001). Menurut Riyanto (2001), Keputusan struktur modal perusahaan dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam menjalankan aktivitas dan tingkat resiko yang dihadapi oleh perusahaan.

Pemenuhan kebutuhan pendanaan melalui hutang akan menyebabkan meningkatnya resiko yang dihadapi perusahaan. Peningkatan hutang yang tidak diikuti dengan kenaikan profitabilitas akan meningkatkan resiko yang harus dihadapi oleh perusahaan. Perusahaan yang memiliki hutang dalam jumlah besar dapat menyebabkan pemegang saham ragu untuk menanamkan modalnya pada perusahaan sehingga perusahaan sulit berkembang (Brigham, *et al.*, 2011). Pemenuhan kebutuhan pendanaan melalui penerbitan saham juga memiliki resiko dan konsekuensi di masa yang akan datang. Penggunaan ekuitas perusahaan yang terlalu tinggi dapat menyebabkan pemegang saham memiliki kontrol berlebih terhadap manajemen (Paramu, 2007).

Peningkatan kewajiban dan resiko yang harus dihadapi ketika mengambil keputusan terkait dengan struktur modal mengakibatkan perusahaan harus berhati-hati dan memperhatikan segala aspek yang terkait. Menurut Hadianto (2010), kondisi tersebut menyebabkan manajer dituntut untuk mampu membuat keputusan komposisi sumber pendanaan perusahaan yang dapat meminimalkan atau menurunkan biaya modal yang ditanggung oleh perusahaan.

Struktur modal dapat menjadi gambaran kondisi suatu perusahaan, apakah perusahaan tersebut baik atau sedang mengalami kesulitan. Struktur modal juga dapat menjadi alat untuk memprediksi keberlangsungan perusahaan dengan adanya peningkatan resiko yang dihadapi perusahaan sebagai akibat pengambilan keputusan struktur modal. Weston dan Copeland (1996) dalam Arief (2011) menyatakan bahwa penggunaan hutang yang optimal pada suatu perusahaan perbandingannya dengan total ekuitas tidak lebih dari satu, artinya penggunaan hutang tersebut

¹ Corresponding author

tidak lebih dari penggunaan ekuitas dalam struktur modalnya yang digunakan dalam aktivitas perusahaan. Penggunaan hutang yang melebihi jumlah ekuitas akan menyebabkan timbulnya resiko yang tinggi, dan dapat menimbulkan biaya yang lebih besar ketika pengembalian investasi tidak sesuai dengan yang diharapkan.

Pengambilan keputusan struktur modal sendiri dipengaruhi oleh beberapa faktor. Faktor-faktor tersebut diantaranya *free cash flow*, *tangible assets*, *firm size* dan profitabilitas. Pengelolaan *free cash flow* tidak boleh sepenuhnya diberikan kepada manajer. *Free cash flow* harus dialokasikan sesuai dengan kebutuhan perusahaan sehingga tidak menimbulkan tindakan yang sia-sia. Cara perusahaan mengelola *free cash flow* akan berdampak pada kenaikan atau penurunan hutang dan ekuitas. Besarnya *tangible asset* akan mempengaruhi asimetri informasi yang terjadi antara manajer dan investor. Semakin tinggi nilai *tangible assets* maka permasalahan asimetri informasi menjadi rendah. Rendahnya asimetri informasi yang terjadi menyebabkan perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang. Semakin besar total penjualan produknya akan semakin meningkatkan keuntungan perusahaan. Laba ditahan perusahaan yang bersumber dari keuntungan penjualan dapat dijadikan sumber pendanaan internal dengan resiko yang paling rendah.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Pecking order theory

Dasar pemikiran dari *pecking order theory* adalah adanya asimetri informasi dan kecenderungan perusahaan untuk memprioritaskan penggunaan dana internal dibandingkan penggunaan dana eksternal. Perusahaan akan lebih memilih untuk menggunakan dana eksternal dengan resiko paling rendah ketika pendanaan internal tidak mencukupi. Pendanaan internal lebih diutamakan karena pendanaan internal tidak mengharuskan perusahaan membuka diri dari investor baru (Basse, *et al.*, 2014).

Pemilihan urutan pendanaan berdasarkan *pecking order theory* menunjukkan bahwa pendanaan ini didasarkan dari tingkat *cost of fund* dari sumber-sumber tersebut yang juga berkaitan dengan tingkat resiko suatu investasi. Perusahaan lebih memilih menggunakan pendanaan internal dan lebih memilih untuk menerbitkan hutang ketika pendanaan internal tidak cukup. Dana internal lebih disukai karena memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu membuka diri lagi dari pemodal luar.

Dana eksternal dalam bentuk hutang lebih disukai daripada menerbitkan saham karena dua alasan. Pertama, penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Kedua, penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh pemodal dan membuat harga saham akan turun karena adanya *asymmetric information* antara pemegang saham dan manajer. Penerbitan saham baru tidak jarang mengakibatkan terjadinya delusi sehingga para pemegang saham akan mempertanyakan kemana laba yang diperoleh selama ini. Persepsi tersebut dapat dihindari apabila perusahaan menggunakan sekuritas yang tidak dinilai rendah oleh pasar.

Balancing theory

Menurut Myers (1984) dan Bayles and Diltz (1994) dalam Nugroho (2004), *Balancing theories* merupakan suatu teori yang menyatakan bahwa perusahaan menyeimbangkan komposisi hutang dan modal sendiri. Inti dari teori ini adalah penyeimbangan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul akibat penggunaan hutang. Penambahan hutang dilakukan ketika manfaat masih diterima oleh perusahaan. Penambahan hutang tidak akan dilakukan apabila mengakibatkan munculnya pengorbanan yang cukup besar.

Menurut Nugroho (2006), penggunaan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan sampai pada titik-titik tertentu, penggunaan hutang setelah titik-titik tersebut akan mengurangi nilai perusahaan. Menurut Atmaja (1999) dalam Nugroho (2006), penggunaan hutang setelah titik tersebut justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sebanding dengan kenaikan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan.

Pengaruh *free cash flow* terhadap struktur modal

Free cash flow merupakan kas perusahaan yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham (Ross, *et al.*, 2000). *Free cash flow* dapat menjadi sumber konflik bagi perusahaan karena terdapat masalah penggunaannya. *Free cash flow* dapat dialokasikan sesuai dengan kebutuhan perusahaan agar dapat mengurangi konflik yang terjadi. *Free cash flow* dapat ditahan dan digunakan sebagai sumber pendanaan internal ketika perusahaan memiliki kesempatan untuk berinvestasi dimasa mendatang. Perusahaan dengan *free cash flow* yang besar cenderung akan menggunakan sedikit hutang ketika perusahaan memiliki kesempatan investasi yang tinggi.

Free cash flow dapat digunakan untuk meningkatkan kepemilikan manajerial. Peningkatan kepemilikan manajerial diharapkan mampu mendorong peningkatan kinerja manajemen sehingga dapat meminimalisasi dampak dari masalah informasi asimetri. *Free cash flow* juga dapat dibagikan menjadi dividen kepada para pemegang saham. *Free cash flow* juga dapat digunakan untuk membayar hutang perusahaan. Ketika perusahaan dalam keadaan stabil, perusahaan akan berusaha mengurangi risiko kebangkrutan yang diakibatkan oleh hutang.

Free cash flow juga dapat bernilai negatif, hal ini menunjukkan sumber pendanaan internal perusahaan tidak mampu memenuhi kebutuhan investasi perusahaan. *Free cash flow* negatif menunjukkan bahwa perusahaan memerlukan tambahan dana baik, dalam bentuk hutang maupun penerbitan saham baru (Rosdini, 2009). Perusahaan akan memilih menggunakan hutang dibandingkan penerbitan saham karena penerbitan saham baru akan memberikan dampak negatif.

H1 : *Free cash flow* berpengaruh terhadap Struktur Modal

Pengaruh *tangible assets* terhadap struktur modal

Tangible assets merupakan variabel yang menentukan besar kecilnya masalah informasi asimetri, dimana hal tersebut merupakan permasalahan utama dalam *pecking order theory* (Adrianto, 2007). Besarnya nilai *tangible assets* akan mempengaruhi besar kecilnya asimetri informasi yang terjadi antara manajer dan investor. Adrianto (2007) menyatakan bahwa perusahaan akan mengurangi penggunaan hutangnya ketika asimetri informasi antara manajer dan investor rendah. Menurut Rajan, *et al.* (1995), *tangible assets* dapat digunakan sebagai jaminan ketika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajibannya. Jaminan yang dapat dinilai dan memiliki nilai yang pasti dapat meyakinkan investor untuk menanamkan modalnya. *Tangible asset* merupakan aset dapat digunakan dalam kegiatan operasional perusahaan. Besarnya *tangible assets* yang dimiliki perusahaan akan mendorong kinerja dari perusahaan tersebut untuk menghasilkan laba.

H2 : *Tangible assets* berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Pengaruh *firm size* terhadap struktur modal

Firm size atau ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya struktur modal suatu perusahaan. Perusahaan yang besar akan lebih mudah dalam melakukan diversifikasi dan memiliki resiko kebangkrutan yang lebih rendah (Rajan, *et al.*, 1995). Perusahaan besar lebih terdiversifikasi dan memiliki arus kas yang stabil (Handoo, *et al.*, 2014). Perusahaan dengan tingkat diversifikasi yang baik memiliki resiko kebangkrutan yang rendah.

Perusahaan yang besar tentu saja memiliki keuntungan yang relative tinggi yang ditunjukkan dengan total penjualan produknya, semakin besar penjualan produknya akan semakin meningkatkan keuntungan perusahaan laba ditahan perusahaan dapat dijadikan sebagai sumber pendanaan internal dengan resiko yang paling rendah.

Kemudahan dalam memperoleh dana di pasar modal dan rendahnya biaya yang dikeluarkan untuk menerbitkan ekuitas menyebabkan proporsi penggunaan hutang menjadi semakin rendah.

H3 : *Firm size* berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal

Profitabilitas merupakan kemampuan yang dicapai oleh perusahaan dalam satu periode tertentu. Pada umumnya, perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi dapat menciptakan *cash flows* yang lebih besar yang berdampak pada besarnya laba ditahan perusahaan yang digunakan untuk pembiayaan internal (Lim, 2012). Menurut Adrianto (2007), perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi mempunyai sumber pendanaan internal yang lebih besar. Tingkat profitabilitas yang tinggi mendorong perusahaan menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu untuk memenuhi kebutuhan pendanaan investasi. Pendanaan investasi perusahaan yang bersumber dari dana internal akan mengurangi penggunaan hutang dan memperkecil resiko kebangkrutan.

H4 : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal yang di proksikan dengan *debt to equity ratio*. Nilai struktur modal di atas 1,00 menunjukkan bahwa perusahaan sampel cenderung menggunakan lebih banyak hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan dibanding dengan menggunakan modal sendiri.

Sementara variabel independen dalam penelitian ini adalah *free cash flow*, *tangible asset*, *firm size*, dan profitabilitas. Variabel *free cash flow* dapat diukur dengan arus kas dari aktivitas operasional dikurangi pengeluaran modal dan *net working capital*. *Free cash flow* dibagi dengan total aset pada periode yang sama dengan tujuan agar lebih *comparable* bagi perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel (Kangarluei *et al.*, 2011). *Tangible asset* dapat diukur dengan menggunakan rasio aset tetap terhadap total aset. *Firm size* diukur dengan menggunakan Ln total penjualan. Profitabilitas diukur dengan menggunakan rasio laba bersih sebelum pajak terhadap total aset.

Penentuan Populasi dan Sampel

Metode pemilihan sampel penelitian menggunakan *purposive sampling*. *Purposive sampling* merupakan suatu metode pengambilan sampel nonprobabilita yang disesuaikan dengan kriteria tertentu. Beberapa kriteria yang harus dipenuhi dalam penentuan sampel penelitian ini sebagai berikut :

1. Perusahaan pertambangan yang telah terdaftar di BEI dan mempublikasikan laporan keuangan per 31 Desember secara konsisten dan lengkap dari tahun 2009 – 2013 dan tidak *delisting* dari BEI selama tahun amatan.
2. Perusahaan pertambangan yang menjadi sampel harus memiliki komponen yang diperlukan sebagai variabel dalam regresi penelitian ini.
3. Perusahaan terdaftar di BEI sebelum tahun 2009

Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan analisis multivariate dengan menggunakan regresi linear berganda untuk pengujian hipotesis sebagai berikut:

$$DER = \alpha + \beta_1 FCF + \beta_2 TAN + \beta_3 SIZ + \beta_4 PRO + e$$

DER	: Debt to Equity Ratio
FCF	: Free Cash Flow
TAN	: Tangible Asset
SIZ	: Firm Size
PRO	: Profitabilitas

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Objek Penelitian

Penelitian ini menggunakan populasi seluruh perusahaan pertambangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2009-2013 yakni sebesar 40 perusahaan. Sampel diseleksi dengan menggunakan metode *purposive sampling*.

Tabel 1
Proses Penentuan Sampel

Kriteria Sampel	
Perusahaan pertambangan terdaftar di BEI tahun 2013	40
Baru terdaftar pada periode 2009 – 2013	(10)
Tidak Menyajikan Data yang Lengkap	(7)
Total Sampel	23
Total Data Selama 5 Tahun (5x23)	115

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2015

Analisis Data

Analisis statistik deskriptif dilakukan untuk mendapatkan gambaran atau deskripsi dari data masing-masing variabel dalam penelitian ini. Gambaran atau deskripsi dari data penelitian ini dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, maksimum, dan minimum. Hasil statistik deskriptif setiap variabel ditunjukkan pada tabel 2.

Tabel 2
Statistik Deskriptif
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	101	.2100	10.3300	1.365842	1.3234654
FCF	101	-.4722	3.4519	.156121	.3738725
TAN	101	.0001	.9626	.304724	.2260261
SIZ	101	9.6487	17.5121	14.850857	1.9381703
PRO	101	-.2186	.4657	.103428	.1277162
Valid N (listwise)	101				

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2015

Pembahasan Hasil Penelitian

Tabel 3 menunjukkan hasil regresi dari model penelitian. Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 3, diperoleh bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan, *tangible assets* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan, *firm size* tidak signifikan terhadap struktur modal, dan profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Tabel 3
Hasil Uji Hipotesis

Model	Unstandardized		Standardized	t	Sig.
	Coefficients		Coefficients		
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.745	.072		10.322	.000
FCF	-.153	.090	-.152	-1.707	.091
1 TAN	-.233	.084	-.241	-2.776	.007
SIZ	.063	.098	.065	.642	.522
PRO	-.988	.217	-.461	-4.553	.000

Sumber: Data sekunder diolah, 2015

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh dan signifikan terhadap struktur modal. Suatu perusahaan yang memiliki *free cash flow* positif akan menghadapi masalah kepentingan antara pemegang saham dengan manajer. Masalah yang timbul adalah bagaimana memotivasi manajer untuk mendistribusikan dana, disamping menggunakan dana tersebut untuk investasi yang tidak menguntungkan maupun untuk kegiatan operasional yang tidak efisien. Ketersediaan *free cash flow* dapat mendorong manajer untuk melakukan investasi melalui penambahan aset perusahaan. Investasi ini bertujuan untuk meningkatkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Manajer akan menambah dana melalui hutang jika investasi yang akan dilakukan dianggap akan memberikan keuntungan di masa yang akan datang. *Free cash flow* dapat dibagikan sebagai deviden. Deviden yang tinggi akan menarik minat investor untuk melakukan investasi diperusahaan. *Free cash flow* juga dapat dijadikan sumber pendanaan internal dan digunakan ketika perusahaan memiliki kesempatan untuk berinvestasi dimasa mendatang. *Free cash flow* yang negative tidak selamanya berdampak buruk terhadap perusahaan. *Free cash flow* yang negatif dapat memberikan persepsi bahwa perusahaan menggunakan dananya untuk aktivitas investasi yang memiliki prospek yang menguntungkan, apabila perusahaan memiliki pengeluaran modal yang tinggi.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *tangible asset* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Semakin tinggi nilai *tangible assets* maka permasalahan asimetri informasi menjadi rendah. Rendahnya asimetri informasi yang terjadi menyebabkan perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang. Besarnya *tangible assets* yang dimiliki perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasionalnya untuk menghasilkan laba. Laba yang dihasilkan perusahaan dapat digunakan sebagai salah satu sumber pendanaan sehingga penggunaan akan dana eksternal berkurang.

Hasil Penelitian ini menunjukkan bahwa *firm size* tidak pengaruh terhadap struktur modal. Besar kecilnya penjualan yang dilakukan perusahaan tidak dapat dijadikan acuan perusahaan dalam memenuhi pendanaannya secara internal karena penjualan tidak memperhitungkan komponen biaya yang timbul dalam kegiatan operasional perusahaan. Perusahaan yang memiliki penjualan tinggi belum tentu dapat memenuhi pendanaannya secara internal dikarenakan kemungkinan adanya inefisiensi dan kesalahan dalam mengelola perusahaan. Perusahaan yang memiliki penjualan rendah belum tentu tidak dapat memenuhi kebutuhan pendanaannya secara internal. Tersedianya pendanaan internal didasarkan pada laba yang diperoleh perusahaan dan biaya yg dibutuhkan oleh perusahaan dalam rangka menjalankan kegiatan operasionalnya sehingga perusahaan yang memiliki penjualan tinggi belum tentu mampu memenuhi kebutuhan pendanaannya, begitu juga sebaliknya.

Hasil Penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi mampu mencadangkan lebih banyak *retained earnings* untuk mendanai kegiatan perusahaan. Laba yang dihasilkan perusahaan akan berdampak pada *return* yang akan diterima oleh investor.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil dari penelitian ini dapat disimpulkan bahwa *free cash flow*, *tangible asset*, dan profitabilitas berpengaruh terhadap naik atau turunnya struktur modal suatu perusahaan. *Firm size* yang diproksikan dengan $\ln sales$ tidak berpengaruh terhadap struktur modal karena penjualan tidak memperhitungkan biaya yang ditimbulkan dalam menciptakan penjualan tersebut.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah populasi penelitian yang masih relative kecil dan juga hasil koefisien determinasi dalam penelitian ini hanya sebesar 33%. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambahkan periode waktu pengamatan dan jenis perusahaan dari sektor yang berbeda dengan karakteristik yang sama. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan atau menambahkan variabel lain seperti, *leverage*, kepemilikan manajerial, dan *dividen payout ratio* sebagai variabel untuk menguji struktur modal perusahaan.

REFERENSI

- Aamir, Zartashia, Saqib Gulzar, Fatima Uzma dan Saqlain Aslam Khan. 2013. "*Factors affecting the capital structure in energy sector of Pakistan*". *International Journal of Academic Research Part B*. pp. 503-510.
- Adrianto. 2007. "Pengujian Teori Pecking Order pada Perusahaan-perusahaan Nonkeuangan LQ45 Periode 2001-2005". *Manajemen Usahawan Indonesia*. Vol. XXXVI. No.12.
- Ali Shaha, Syed Zulfiqar dan Jam-e-Kausar. 2012. "*Determinants of capital structure of leasing companies in Pakistan*". *Applied Financial Economics*. Vol. 22. pp. 1841-1853.
- Amidu, Mohammed. 2007. "*Determinants of capital structure of banks in Ghana: an empirical approach*". *Legon : Baltic Journal of Management*. Vol. 2 No. 1.
- Ang, Robert. 1997. "Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia". Mediasoft Indonesia.
- Bassey, Nsika E., Arene C. J. dan Okpukpara B. C. 2014. "*Determinants of Capital Structure of Listed Agro Firms in Nigeria*". *Economic Affairs*. Vol. 59(1).
- Brealey, Myers dan Marcus. 2008. "*Fundamentals Of Corporate Finance*". ed. Sabran Terjemahan Oleh Bob. Jakarta: Erlangga. Edisi Kelima.
- Brigham, E. F. dan I.C. Gapenski. 1996. "*Intermediate Financial Management*". New York : The Dryden Press. Fifth Edition.
- Brigham, Eugene F. dan Houston Joel F. 2011. "Dasar-dasar Manajemen Keuangan". Jakarta : Salemba Empat.
- Chen Jian, Jiang Chunxia dan Lin Yujia. 2014. "*What determine firm's capital structure in China?*". *Managerial Finance*. Vol. 40. pp. 1024-1039.
- Damodaran, A. 1997. "*Corporate Finance Theory and Practice*". John Wiley & Sons.
- Drobetz, W dan Roger Fix. 2003. "*What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland*". WWZ/Department of Finance. *Working Paper*. No. 4/03.
- Faisal, Muhamad. 2004. "Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris pada Perusahaan-Perusahaan Sektor Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta)". Semarang : Universitas Diponegoro.

- Fatoni, Yusuf, Hadi Paramu dan Elok Sri Utami. 2013. "Determinan Struktur Modal Pada Perusahaan Pertambangan Sub Sektor Batubara Dan Non Batubara Yang *Listed* Di Bursa Efek Indonesia (*Determinants of Capital Structure in the Sub Sector of Coal Mining and Non Coal Mining Companies Listed in Indonesia Stock Exchange*)". Universitas Jember. Vol 20.
- Frank, M. Z. dan Goyal V. K. 2009. "*Capital structure decisions: Which factors are reliabiy important?*". *Financial Management*. Vol. 38.
- Ghozali, Imam. 2011. "Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS". Semarang : Badan Penerbit Undip,.
- Hadianto, Bram. 2010. "Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Telekomunikasi Periode 2000-2006". Bandung : Universitas Kristen Maranatha Bandung.
- Handoo, Anshu dan Sharma Kapil. 2014. "*A study on determinants of capital structure in India*". *IIMB Management Review*. Vol. 26. pp. 170-182.
- Heryanto, Florentina. 2004. "Analisis Faktor - Faktor Yang Mempengaruhi Leverage Pada Perusahaan-Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEJ". Semarang : Universitas Diponegoro.
- Indrajaya, Glenn. 2011."Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Tingkat Pertumbuhan, Profitabilitas dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal: Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2004-2007". *Akurat Jurnal Ilmiah Akuntansi*. Vol. 6.
- Jensen, Michael C. 1986. "*Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*". *AEA Papers and Proceedings*. Vol. 76. No.2.
- Joni dan Lina. 2010. "Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal". Jakarta : Jurnal Bisnis dan Akuntansi. Vol. 12.
- Kangarluei, S.J., M. Morteza dan A. Taher. 2011. *The Investigation And Comparison Of Free Cash Flows In The Firms Listed In Tehran Stock Exchange (Tse) With An Emphasis On Earnings Management. International Journal of Economics and Business Modeling*. Vol. 2(2). pp. 118-1123.
- Karadeniz, Erdinc, Serkan Yilmaz Kandir, Mehmet Balcilar dan Yildirim Beyazit Onal. 2009. "*Determinants of capital structure: evidence from Turkish lodging companies*". Adana : *International Journal of Contemporary Hospitality Management*. Vol. 21 No. 5.
- Lang, Larry, Ofek Eli dan Stulz Rene M. 1996. "*Leverage, investment and firm growth*". *Journal Of Financial Economics*. Vol. 40(1).
- Liem, Jemmi Halim, W. R. Murhadi danBertha Silvia S. 2013. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Industri *Consumer Goods* yang Terdaftar di BEI Periode 2007-2013. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*. Vol. 2, No.1.
- Lim, Thian Cheng. 2012. "*Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services Listed Firms in China*". Canadian Center of Science and Education. Vol. 4, No. 3.
- Long, Michael S. dan E. Malitaz B. 1985. "*Investment patterns and financial leverage. Corporate Capital Structures in the U.S*". Illinois : University of Chicago Press.
- Mahardhika, Bhagas Pratyaksa dan Aisjah Siti. 2013. "Pengujian Pecking Order Theory Dan Trade Off Theory Pada Struktur Modal Perusahaan". Malang : Universitas Brawijaya Malang.

- Michaelas, N., Chittenden F. dan Poutziouris P. 1999. "*Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: empirical evidence from company panel data*". Small Business Economics. Vol. 12.
- Myers, S. C. dan Majluf N. S. 1984. "*Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*". Journal of Financial Economics. Vol. 13.
- Myers, Stewart C. dan Shyam-Sunder Lakshmi. 1999. "*Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure*". Journal of Financial Economics. Vol. 51. pp. 219-244.
- Myers, Stewart C. 1984. "*The Capital Structure Puzzle*". San Francisco : The Journal Of Finance. Vol. XXXIX, NO. 3.
- Nugroho, Asih Suko. 2006. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Properti yang *Go-Public* di Bursa Efek Jakarta Untuk Periode Tahun 1994 - 2004". Semarang : Universitas Diponegoro.
- Nguyen, Dung Thuy Thi, Diaz-Rainey Ivan dan Gregoriou Andros. 2014. "*Determinants of the Capital Structure of Listed Vietnamese Companies*". Journal of Southeast Asian Economies. Vol. 31.
- Pao, Hsiao-Tien. 2007. "*Capital Structure in Taiwan's High Tech Dot Companies*". Cambridge : Journal of American Academy of Business. Vol. 12. p. 133.
- Paramu, H. 2007. "Determinan Struktur Modal: Studi Empiris Pada Perusahaan Publik di Indonesia". Manajemen Usahawan Indonesia. Vol. 11. pp. 47-54.
- Pedjiwahjono, Poerwitno. 2005. Analisis Faktor Faktu yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Jakarta. Universitas Diponegoro
- Rajan, R. G. dan Luigi Zingales. 1995. "*What do we know about capital structure? some evidence from international data*". Journal of finance. Vol. Vol. 50. pp. 1421-1460.
- Riyanto, Bambang. 2001. "Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan". Yogyakarta : BPFE.
- Rosdini, Dini. 2009. "Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio". Bandung : Faculty of Economics - Padjadjaran University,.
- Ross, S.A. 1977. "*The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach*". The Bell Journal of Economics. Vol. 8. pp. 23-40.
- Ross, Stephen A, Randolph W dan Bradford D. Jordan. 2000. "*Fundamentals of Corporate Finance*". Boston : Irwin Mc-Grawhill. Fifth Edition.
- Sari, Dessy Handa, Djazuli Atim dan Aisjah Siti. 2013. "Determinan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan". Malang : Jurnal Aplikasi Manajemen. Vol. 11.
- Sarma, L. V. L. N., Lellapalli Sarada dan Lellapalli Ramana V. 2010. "*Factors Influencing Capital Structures: An Analysis Of Companies In Malaysia*". UNITAR E-JOURNAL. Vol. 6.
- Sawir, Agnes. 2009. "Analisa Kinerja Keuangan dan Perencanaan keauangan Perusahaan". Jakarta : PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Sujoko. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Elstern terhadap Nilai Perusahaan Jurnal Riset Akuntansi Indonesia. Vol 6. No. 1. Surabaya : Universitas Kristen Petra.
- Sulistiyani, Endang. 2013. "Teori Struktur Modal Dan Variabel Yang Terkait". Semarang : ORBITH. Vol. 9. pp. 175-180.



- Supriyanto, Eko dan Falikhatun. 2008. "Pengaruh Tangibility, Pertumbuhan Penjualan, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Keuangan". Surakarta: Jurnal Bisnis Dan Akuntansi. Vol. 10.
- Titman, S. dan Wessel R. 1998. "*The Determinants of Capital Structure Choice*". Jurnal of Finance. Vol. 43(1).
- Wijaya, M. Sienly Veronica dan Hadiano Bram. 2008. "Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran, Likuiditas, dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Ritel di Bursa Efek Indonesia : Sebuah Pengujian Hipotesis Pecking Order". Bandung : Jurnal Ilmiah Akuntansi. Vol. 7. pp. 71-84.